



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Juuso Kossila

**YRITYKSEN RAHOITUSRAKENTEN YHTEYS YRITYSARVOON JOHTAVIEN
PÄÄOMARAKENNETEORIOIDEN NÄKÖKULMASTA**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Joulukuu 2018

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	4
2	PÄÄOMARAKENTTEEN OSATEKIJÄT	6
2.1	Oma pääoma.....	6
2.2	Vieras pääoma	7
2.3	Välirahoitus	9
3	ESITETTÄVÄT PÄÄOMARAKENNETEORIAT.....	11
3.1	Modigliani-Miller irrelevanttiusteoreema	12
3.1.1	Täydelliset markkinat, ei veroja	12
3.1.2	Täydelliset markkinat, verot huomioiden	13
3.2	Trade off -teoria	15
3.3	Pecking order -teoria	18
3.4	Markkinoiden ajoitusteoria.....	20
4	YRITYKSEN PÄÄOMARAKENTTEESEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT	22
4.1	Yrityskoko.....	22
4.2	Kasvu.....	23
4.3	Kannattavuus.....	24
4.4	Aineellinen omaisuus	25
5	PÄÄOMARAKENNETEORIOIDEN TUTKIMUSTULOKSIA.....	26
6	YHTEENVETO	30
	LÄHTEET	32

KUVIOT

Kuvio 1. Optimaalinen pääomarakenne trade off -teorian näkökulmasta (mukaillen Shyam-Sunder & Myers, 1999).....	16
---	----

TAULUKOT

Taulukko 1. Oman- ja vieraan pääoman rahoituksen ominaisuudet (mukaillen Knüpfer & Puttonen, 2014, s.33).....	9
---	---

Taulukko 2. Rahoitushierarkiat (mukaillen Huang & Ritter, 2004).....	21
--	----

1 JOHDANTO

Yksinkertaisimmillaan yrityksen pääomarakenne kuvastaa käytettyjä rahoituksen lähteitä eli sitä, miten yrityksen hallussa oleva varallisuus on rahoitettu (Niskanen & Niskanen 2013, s. 45). Vallitseva pääomarakenne heijastelee samalla myös yrityksen strategista linjaa, sillä yritysjohton rahoituspäätökset ovat suoraan sidoksissa yrityksen investointitarpeisiin ja tulevaisuuden markkinanäkymiin. Rahoitusratkaisuja koskeva päätöksenteko on yksi yritysjohton tärkeimmistä tehtävistä, sillä nämä päätökset vaikuttavat kauaskantoisesti yrityksen liiketoiminnan jatkuvuuteen. Yritysjohton rahoituspäätökset ovat myös yhteydessä yrityksen markkina-asemaan ja kilpailukykyyn. (Sarlijä & Harc, 2012.) Pääomarakennetutkimuksen tieteellisissä julkaisuissa yrityksen rahoitusratkaisujen ja yritysarvon välillä on havaittu olevan selkeä yhteys ja sen vuoksi aihealueen tutkimukset keskittyvät tarkastelemaan yritysjohton rahoituspäätösten vaikutusta yrityksen markkina-arvoon (Dang, 2013). Teoriassa yrityksen on mahdollista operoida lähes täysin velkarahoitteisesti tai vaihtoehtoisesti vain oman pääoman turvin, mutta käytännössä yrityksen pääomarakenteen on oltava sellainen, joka maksimoi yrityksen arvon, sillä yritysjohton oletetaan tekevän päätöksensä rationaalisesti (Abor, 2005).

Useat yrityskohtaiset tekijät vaikuttavat yritysjohton päätöksentekoon, joko välillisesti tai suoraan. Yrityskohtaisten ominaisuuksien lisäksi myös vallitsevat makrotaloudelliset tekijät ja talouden suhdanteiden syklisyys ovat yhteydessä yritysten keskimääräisiin velkaantuneisuusasteisiin. Näin ollen yrityksen pääomarakenne elää muuttuvien markkinatilanteiden ja -olosuhteiden mukana. Merkittävistä makrotaloudellisista tekijöistä mainittakoon vallitseva korkoympäristö, joka vaikuttaa yritysten rahoitusratkaisuihin vahvasti. Tällä hetkellä Euroopan markkinat toimivat negatiivisten ohjauskorkojen ympäristössä. Euroopan talousalueen yleisimmät ohjauskorot, euriborkorot, ovat kaikki miinuksella ja peruskorko vuoden 2018 loppuun asti noteerataan -0,25 prosentissa (Suomen Pankki 24.11.2018). Negatiivisessa korkoympäristössä yritysten ei ole mielekäästä pitää suuria kassavarantoja, sillä talletuskoron negatiivisuus syö pääomaa ja näin ollen pienentää yrityksen varallisuutta. Yritysten keskimääräinen velkaantuneisuusaste kasvaa negatiivisessa korkoympäristössä, sillä tämä korkoympäristö alentaa vieraan

pääoman kustannuksia ja näin ollen kannustaa yrityksiä hankkimaan edullista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Yhdysvaltain keskuspankki FED on puolestaan nostanut ohjauskorkoaan, joka on jo reilusti positiivinen (2,25 prosenttia 19.12.2018 asti, jolloin seuraava korotus). Markkinaympäristöjen väliset erot ohjauskoroissa tuovat pääomarakennetutkimukselle uusia haasteita ja nostattavat tieteellistä debaattia aihealueen ympärille. Korkotason lisäksi myös muut makrotaloudelliset tekijät vaikuttavat globalisoituneessa maailmassa yritysten velkaantuneisuusasteisiin (Canarella ym., 2014). Tutkijat pyrkivät nyt päivittämään vanhoja ajatusmalleja ja tunnistamaan velkarahoituksen uusia hyöty- ja haittatekijöitä.

Kandidatutkielman luvussa kaksi esitetään yrityksen pääomarakenteen osatekijät, jotka ovat oman pääoman ehtoinen rahoitus, vieraan pääoman ehtoinen rahoitus, eli velkarahoitus, ja välirahoitus. Nämä ovat rahoituslajien yläluokat, jonka ehtoilla rahoitusinstrumenteilla yritykset rahoittavat toimintansa. Rahoituslajien esittelyn jälkeen siirrytään pääomarakenneteorioihin, jotka esitetään luvussa kolme. Aluksi esitetään Modiglianin ja Millerin kuuluisa irrelevanttiusteoreema vuodelta 1958, jonka nähdään syvänneen modernin pääomarakennetutkimuksen liikkeelle. Varsinaisista pääomarakenneteorioista tässä tutkielmassa esitetään trade off -teoria, pecking order -teoria ja markkinoiden ajoitusteoria. Pääomarakenneteorioiden esittelyn jälkeen siirrytään lukuun neljä, joka käsittelee yleisesti tunnistettuja yritysominaisuuksia, jotka vaikuttavat yritysjohtoon rahoituspäätöksiin. Tämä tutkielma pyrkii vastaamaan seuraaviin kysymyksiin:

Tutkimuskysymys 1: Onko yrityksen pääomarakenteen ja yritysarvon välillä yhteyttä? Jatkokysymys: Voidaanko yritykselle määrittää optimaalista pääomarakennetta?

Tutkimuskysymys 2: Ovatko pääomarahoituksen rahoituslajit täydellisiä substituutteja keskenään?

Kandidatutkielman luvussa viisi käsitellään aikaisempien pääomarakennetutkimuksien tutkimustuloksia esitettyjen pääomarakenneteorioiden näkökulmasta. Lopuksi luvussa kuusi esitetään yhteenveto tutkielman kokoavana lukuna, jossa vastataan myös tiivistetysti esitettyihin tutkimuskysymyksiin.

2 PÄÄOMARAKENTEEN OSATEKIJÄT

2.1 Oma pääoma

Julkisesti noteeratun yrityksen tapauksessa oma pääoma koostuu osakepääomasta, liiketoiminnan tulorahoituksesta ja kertyneistä voittovaroista (Leppiniemi & Lounasmeri, 2018, luku 4). Vaihtoehtoinen oman pääoman määrittelytapa on jakaa se sisäiseen ja ulkoiseen omaan pääomaan. Sisäinen oma pääoma on yritystoiminnan tuottamaa rahoitusta, joka koostuu tarkasteltavan tilikauden tuloksesta ja kertyneistä voittovaroista. Tilikausikohtaiset voitot kumuloituvat yrityksen taseeseen voittovaroiksi, jotka kerryttävät sisäistä omaa pääomaa. Yksinkertaistaen liiketoiminnan tulorahoituksella tarkoitetaan päivittäisestä yritystoiminnasta saatavien tulojen ja menojen erotusta. Normaalien markkinaolosuhteiden vallitessa yritys pyrkii lähtökohtaisesti rahoittamaan toimintansa sisäisellä omalla pääomalla eli liiketoiminnan tulorahoituksella. Tulorahoituksen riittävyys on yritystoiminnan kannattavuuden ja jatkuvuuden keskeisimpiä edellytyksiä, mutta varsinkin aggressiivista markkinakasvua haettaessa yrityksen investointipanostukset kasvavat usein niin suuriksi, ettei niitä kyetä kattamaan tulorahoituksella. Tällöin yrityksen on hankittava ulkopuolista pääomaa tyydyttääkseen kasvaneet rahoitustarpeensa. Kasvun rahoittamiseksi yritykset turvautuvat pääomarahoitukseen, joka nostaa yrityksen pääomakustannuksia. Pääomarahoitukseksi luetaan ulkoisen oman pääoman ehtoinen rahoitus, vieras pääoma ja välirahoitus.

Ulkoista omaa pääomaa yritykset hankkivat osakeannein. Osakepääoman liikkeellelaskusta, osakeannista, koituu yritykselle liikkeellelaskukustannuksia, jotka voivat muodostua varsin suuriksi. Tämän lisäksi yritys joutuu usein laskemaan osakkeensa aliarvostetusti liikenteeseen, sillä sijoittajien on saatava kompensatiota ottamastaan riskistä, mikäli päättävät sijoittaa yritykseen oman pääoman ehtoisesti.

Osakepääoma koostuu varoista, jotka osakkeenomistajat ovat yritykseen sijoittaneet. Oman pääoman ehtoinen sijoitus tehdään lähtökohtaisesti ennalta määrittelemättömäksi ajaksi ja sijoitustaan vastaan osakkeenomistajat saavat osakeyhtiön osakkeen, jonka myötä heistä tulee myös kyseisen yrityksen omistajia. Osakeyhtiölain mukaan, ulkoista omaa pääomaa yritykseen sijoittanut henkilö on

äänioikeutettu yrityksessä ja on näin ollen päätäntävaltainen yhtiön jäännöstuoton allokoinnista. Mähönen ja Villa (2012, s. 77) toteavat, että osakkeenomistajien intressit yrityksen voitollisuuden lisäämiseen ovat muita sidosryhmiä suuremmat, sillä heidän asemansa osakeyhtiön varojen jakamisessa on viimesijainen.

Oma pääoma muodostaa yrityksen vakavaraisuuden perustan (Leppiniemi, 2002, s. 75). Yrityksen näkökulmasta oman pääoman ehtoinen rahoitus on joustavaa, sillä tälle rahoitustyyppille ei ole sopimusoikeudellista velvollisuutta maksaa tuottoa. Vaikeina aikoina yritys voi jättää osingot maksamatta: oman pääoman ehtoinen rahoitus suojaa yrityksen liiketoimintaa tappiollisina vuosina. Sijoittajalle oman pääoman ehtoinen sijoitus on aina riskinen, sillä takeita pääoman takaisinmaksusta ei ole. Osakkeenomistajien tuotto koostuu tulevaisuuden potentiaalisesta arvonnoususta ja maksettavista osingoista, ja koska tämä sijoituskohde on riskinen, on sen tuotto-odotuksen oltava kompensoivasti korkea, sillä mikäli näin ei olisi, sijoittajat kohdentaisivat varallisuuttaan alemman riskitason tuotteisiin. (Knüpfer & Puttonen, 2014, s. 33.)

Osakeyhtiössä osakepääoman menettäminen johtaa erityistoimenpiteisiin ja mahdollisesti pakkoselvitystilan käynnistämiseen (Leppiniemi & Lounasmeri, 2018, luku 9). Yrityksen ajautuessa konkurssiin osakkeenomistajien pääomanpalautus hoidetaan maksuvelvoitteista viimeisenä, mikäli yrityksellä on vielä jaettavaa varallisuutta velkavelvoitteiden hoidon jälkeen. Näin ollen omalla pääomalla on sekä korkeampi riski että tuotto-odotus kuin vieraalla pääomalla ja siitä on peräisin sanonta, jonka mukaan tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä (Knüpfer & Puttonen, 2014, s. 33-34).

2.2 Vieras pääoma

Vieras pääoma on velkarahaa, joka maksetaan takaisin sopimusehtojen mukaisesti laina-ajan päättyessä. Sopimusehdoissa määritellään myös korvaus, johon velkainstrumentin haltija on oikeutettu: yritys maksaa vieraalle pääomalle ennalta sovittua korkoa. (Knüpfer & Puttonen, 2014, s. 33.) Vieraan pääoman korko voidaan sopia joko kiinteäksi tai vaihtuvaksi. Mikäli korko sovitaan vaihtuvaksi, asetetaan sille viitekorko, jonka kehitystä lainarahan korko seuraa. Tyypillisimmin

viitekorkona käytetään euriborkorkoja, jotka ovat tärkeimpiä viitekorkoja Euroopan talousalueella. (Leppiniemi, 2002, s. 90.) Niskasen ja Niskasen (2016, s. 41) mukaan markkinakorot määräytyvät rahan kysynnän ja tarjonnan perusteella. Niskanen ja Niskanen myös toteavat, että vaadittu korko kasvaa sitä mukaan, mitä pidempiaikaisesta korkoinstrumentista on kyse.

Tavanomaisimpia yritysten käyttämiä vieraan pääoman muotoja ovat joukkovelkakirjalainat ja pankkilainat. Joukkovelkakirjalaina on laina, jossa lainanantajia, eli merkitsijöitä, on useita. Joukkovelkakirjalainan lainapääoma muodostuu useista identtisistä joukkovelkakirjoista, jotka ovat sekä samanehtoisia että jälkimarkkinakelpoisia. Jälkimarkkinakelpoisuudesta huolimatta joukkovelkakirjalainoja listataan harvoin pörssiin. Pankkilaina puolestaan on yksityinen laina, jonka lainaehdot määritellään yrityksen ja pankin välisissä neuvotteluissa. Pankkilainat eivät ole jälkimarkkinakelpoisia. (Niskanen & Niskanen, 2016, s. 28-29.) Mähösen ja Villan (2012, s. 33) mukaan osakeyhtiön velkarahoitus on mahdollista jakaa kahdentyyppisiin velkoihin - rahoitusvelkoihin ja muihin velkoihin. Tässä yhteydessä, rahoitusveloilla tarkoitetaan osakkeenomistajien, pankkien tai muiden rahoituslaitosten myöntämiä velkoja. Yrityksen normaalista liiketoiminnasta syntyneet velat luetaan kuuluvaksi muiden velkojen piiriin. Muita velkoja ovat esimerkiksi ostovelat, sosiaaliturvamaksut ja verovelat.

Lainan liikkeellelaskija ei saa äänioikeutta tai vaikutusvaltaa yrityksessä. Tästä huolimatta vieraan pääoman ehtoinen rahoitus sitoo yritystä oman pääoman ehtoista rahoitusta enemmän, sillä lainan kulut on maksettava taloudellisesta tilanteesta huolimatta. (Knüpfer & Puttonen, 2014, s. 34.) Sarlija ja Hanc (2012) korostavat, että korkea velkaantuneisuusaste heikentää olennaisesti yrityksen taloudellista joustavuutta. Toisaalta, yrityksellä on myös kannustimia velkarahoituksen käyttämiseen: vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tarjoamat verohyödyt mahdollistavat yrityksen tuloksen osittaisen suojaamisen verotukselta (Morellec, 1999). Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen verohyöty on huomattava, kun sitä verrataan ulkoisen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Pörssiyhtiöissä maksetuista osingoista verovastuuseen joutuvat sekä niitä maksava yritys, että niitä saava sijoittaja. Velkarahoituksesta ei myöskään koidu yritykselle liikkeellelaskukustannuksia, jotka oman pääoman ehtoisen rahoituksen tapauksessa

voivat olla varsin suuri kuluerä. Taulukko 1 kokoaa oman- ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tyypillisimmät piirteet, jolloin näiden rahoituslajien keskinäinen vertailu on mielekkäämpää.

Taulukko 1. Oman- ja vieraan pääoman rahoituksen ominaisuudet (mukaillen Knüpfer & Puttonen, 2014, s. 33).

	OMA PÄÄOMA	VIERAS PÄÄOMA
Etuoikeusasema konkurssitilanteessa	Maksetaan viimeisenä	Ennen oman pääoman ehtoisia sijoituksia
Velvollisuus maksaa tuottoa	Ei ole	Sopimusoikeudellinen velvollisuus
Tuotto ja riski	Korkea riski ja tuotto	Matala riski ja tuotto
Äänioikeus	Kyllä	Ei
Pääoman palautus	Yleensä ei	Takaisinmaksu lainasopimuksen mukaan

2.3 Välirahoitus

Välirahoitusinstrumentit ovat instrumentteja, jotka sisältävät piirteitä sekä oman-, että vieraan pääoman ehtoista rahoituksesta. Rahoitusmarkkinat kehittyvät jatkuvasti jonka seurauksena yritysten rahoitustarpeet ovat yhä monimuotoisempia: räätälöidylle rahoitukselle on syntynyt suuri kysyntä. Modernin osakeyhtiön pääomarakenteessa oman ja vieraan pääoman välinen raja on usein hämärtynyt ja varsinkin IFRS-standardien käyttöönotto on lisännyt sekä välirahoitusinstrumenttien käyttöä, että niiden ominaisuuksia. (Mähönen & Villa, 2012, s. 104-105.)

Markkinoiden tehokkuusehdon kannalta on edullista, että sijoittaja ja yritys kykenevät mahdollisimman vapaasti sopimaan yrityksen rahoituksessa käytettävien instrumenttien sisällöstä. Välirahoitusinstrumentteja ovat esimerkiksi pääomalaina, vaihtovelkakirjalaina, optiolaina ja äänivallaton osake. Näistä pääomalaina on yleisesti käytetty rahoitusmuoto silloin, kun maksuvaikeuksissa olevan yrityksen pakkoselvitystila pyritään estämään (Leppiniemi, 2002, s. 79-81). Pääomalainan korkomaksut ja pääoman palautus on sidottu yrityksen vapaan oman pääoman

tuottoon tilikausittain, eikä maksuja suoriteta, mikäli tarkasteltava tilikausi on ollut tappiollinen. Pääomalainan takaisimaksujärjestys on muiden velkaehtoisten rahoituserien jälkeen, mutta ennen osakepääomaa. Vaihtovelkakirjalaina on liikkeelle laskettaessa vierasta pääomaa, mutta se voidaan myöhemmin, annettujen lainaehtojen mukaisesti, vaihtaa yrityksen osakkeisiin. Optiolaina maksetaan lainanantajalle takaisin, mutta lainaan liittyy irrallinen osto-optio velallisen yrityksen osakkeisiin (Niskanen & Niskanen, 2016, s. 30). Optiomahdollisuudesta johtuen optiolainalle maksetaan tavanomaista optiovapaata velkaa pienempää korkoa. Äänivallattoman osakkeen määrittely yhtiölaissa on varsin vapaamuotoista. Tämän osaketyypin haltijoiden osallistuminen yrityksen päätöksentekoon on rajallinen, ja tästä syystä äänivallattomalle osakkeelle on usein maksettava muita osakkeita korkeampaa osinkoa. Äänivallaton osake voi muistuttaa joko vieraan- tai oman pääoman ehtoista rahoitusta, tarjotusta etuoikeudesta riippuen. (Leppiniemi, 2002, s. 101.)

3 ESITETTÄVÄT PÄÄOMARAKENNETEORIAM

Pääomarakenneteoriam tutkivat yrityksen pääomarakenteen ja yritysarvon välistä suhdetta. Modigliani ja Miller (1958), pääomarakennetutkimuksen pioneerit, olivat ensimmäisiä, jotka pyrkivät selittämään yhteyttä yrityksen pääomarakenteen ja yritysarvon välillä. Heidän tutkimuksiensa innoittamana yrityksen pääomarakenteisiin keskittyvä tutkimus yleistyi ja tänä päivänä pääomarakenteita selittämään on luotu useita eri teorioita, joita kutsutaan yrityksen pääomarakenneteorioiksi. Nämä teoriam pyrkivät selittämään ja tunnistamaan taustatekijöitä, joiden pohjalta yritykset tekevät päätöksiä eri rahoituslajien välillä. Perinteisen ajatusmallin mukaan yritysjohton taloudellisen päätöksenteon taustalla on pyrkimys maksimoida yritysarvo (Adrienn, 2014). Optimaalinen pääomarakenne on se yhdistelmä vieraan ja oman pääoman ehtoista rahoitusta, joka maksimoi yrityksen arvon. Tällöin myös osakepääoman arvo on huipussaan. (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 267.)

Tunnistetuimmat pääomarakenneteoriam voidaan jakaa optimaalisiin pääomarakenneteorioihin, epäsymmetriseen informaatioon perustuviin teorioihin sekä markkinoiden ajoitusteoriaan, joka on näistä suuntauksista tuorein. Käsitys optimaalisesta velkaantumisasteesta eroaa eri teorioiden välillä merkittävästi. Optimaalisia pääomarakenneteorioita tässä tutkielmassa edustaa trade off -teoria, jonka mukaan oman ja vieraan pääoman suhteelle on olemassa teoreettinen optimi, jossa velan korkovähennysoikeudesta syntynyt veroetu ja kasvaneesta velkaantuneisuusasteesta koituvat konkurssi- ja agenttikustannukset ovat tasapainossa. Yrityksen optimaalinen pääomarakenne määritetään siis punnitsemalla vieraan pääoman käytöstä aiheutuvia hyötyjä ja kustannuksia.

Epäsymmetriseen informaatioon perustuvat teoriam eivät tunnista tavoitteellista tasapainoa eri rahoitustyyppien kesken, vaan yrityksen pääomarakenteen nähdään muokkautuvan epäsymmetrisen informaation seurauksena. Epäsymmetrisellä eli epätasaisesti jakautuneella informaatiolla tarkoitetaan yritysjohton, ei-sisäpiiriläisten osakkeenomistajien ja velkojien välillä epätasaisesti jakautunutta tietämystä ja ymmärrystä yrityksen liiketoiminnasta, markkinatilanteesta ja muista vitaleista yritysarvoa määrittelevistä tekijöistä, joihin yrityksen markkina-arvo perustuu.

Tutkielmassa esitetään pecking order -teoria, joka on tunnetuin epäsymmetriseen informaatioon perustuva pääomarakenneteoria. Pecking order -teoria olettaa yritysjohdon toimivan aina vanhojen osakkeenomistajien eduksi: yrityksen rahoituspäätökset tehdään tämä etu huomioiden. Omaa pääomaa, vierasta pääomaa ja välirahoitusta käytetään suhteessa, joka maksimoi yrityksen osakkeenomistajien varallisuuden. Varallisuuden maksimoimiseksi eri pääomalajit järjestetään hierarkkisesti niiden tuottaman hyödyn perusteella (Dang, 2013). Teorian mukaan yritykset pyrkivät aina ensisijaisesti rahoittamaan toimintansa sisäisellä omalla pääomalla eli tulorahoituksella, jonka jälkeen siirrytään kuluttamaan ulkoisen rahoituksen instrumentteja niiden riskittömyysjärjestyksessä. Näin toimien osakkeenomistajien varallisuus maksimoituu, jonka myötä myös yrityksen markkina-arvo on maksimissaan.

Markkinoiden ajoitusteorian mukaan rahoitus järjestetään sen perusteella, mikä on suotuisaa vallitsevassa markkinatilanteessa. Yritystä rahoitetaan rahoitustyyppillä, joka on markkinatilanteessa edullista. Mikäli markkinat arvostavat rahoituksen hinnan korkeaksi, yritys voi lykätä investointipäätöksiään myöhemmäksi. Vastaavasti rahoitusmarkkinoiden tarjotessa rahoitusta edulliseen hintaan, kannattaa yrityksen lainata, vaikka välitöntä tarvetta rahoitukselle ei olisikaan (Frank & Goyal, 2009).

3.1 Modigliani-Miller irrelevanttiusteoreema

3.1.1 Täydelliset markkinat, ei veroja

Modernin pääomarakennetutkimuksen nähdään syntyneen vuonna 1958, jolloin Modigliani ja Miller (jatkossa myös M&M) julkaisivat kuuluisan irrelevanttiusteoreemansa. Teoreema osoittaa, että täydellisten markkinoiden ehtojen alaisuudessa yrityksen pääomarakenne ja sen markkina-arvo eivät korreloi keskenään. Yrityksen rahoituspäätökset ovat täysin irrelevantteja, sillä yritysarvo määräytyy ainoastaan yrityksen ansaintakyvyn myötä. (Modigliani & Miller, 1958.) Täydellisten markkinoiden ehdot täytyvät, jos markkinoilla ei ole 1) verotusta, 2) konkurssikustannuksia, 3) agenttikustannuksia, 4) epäsymmetristä informaatiota ja 5)

markkinat toimivat tehokkaasti. Täydellisten markkinoiden ehtojen täytyessä M&M irrelevanttiusteoreeman mukaan:

Propositio I ilman veroja

$$V_U = V_L \quad (1)$$

missä V_U on velattoman yrityksen arvo (value unlevered) ja

V_L on velallisen yrityksen arvo (value levered)

Kaavasta (1) nähdään, että velattoman yrityksen arvo ja velallisen yrityksen arvo ovat keskenään yhdensuuruksia. M&M halusivat propositiollaan todistaa, että yritysjohtoon harjoittamalla rahoituspäätöksillä ei ole vaikutusta yrityksen arvoon, sillä kaikki rahoitusmuodot ovat keskenään täydellisiä substituutteja. Näin ollen yritys ei kykene itse vaikuttamaan arvoonsa modifioimalla pääomalajiensa suhteellisia osuuksia taseessaan.

Pääomarakenteen merkityksettömyyden pääsyyksi Modigliani ja Miller mieltävät kotitekoisen velkaantuneisuuden (homemade leverage). Täydellisten markkinoiden vallitessa yksityisillä sijoittajilla ja yrityksillä on tasavertainen pääsy rahoitusmarkkinoille, joka mahdollistaa kotitekoisen velkaantuneisuuden harjoittamisen. (Luigi & Sorin, 2009.) Kotitekoisessa velkaantumisessa yksityinen sijoittaja harjoittaa joko lainanottoa tai -antoa samoilla ehdoilla kuin yritykset, ja näin toimien on kykenevä kumoamaan yritysten rahoituspäätöksiä vaikutuksia kassavirtoihin. Yksityisten sijoittajien vaikutusmahdollisuuksista johtuen yrityksen pääomarakenteen on oltava merkityksetön.

3.1.2 Täydelliset markkinat, verot huomioiden

Irrelevanttiusteoreeman esittämisen jälkeen M&M jatkoivat tutkimustaan optimaalisen pääomarakenteen parissa. M&M esittivät vuonna 1963, että tiettyjen oletusten alaisuudessa, yrityksen optimaaliseksi pääomarakenteeksi muodostuu

sataprosenttinen velkarahoitus, johtuen yritysverojen verovähennyskelpoisuudesta. Tällöin propositio I voidaan esittää:

Propositio I verot huomioiden

$$V_L = V_U + PV_{TS} \quad (2)$$

missä V_L on velallisen yrityksen arvo,

V_U on velattoman yrityksen arvo ja

PV_{TS} on verohyödyn nykyarvo (present value of tax shield)

Kaavassa (2) saadun verohyödyn nähdään kasvavan rajattomasti siihen pisteeseen saakka, kunnes täysin velkarahalla rahoitettu pääomarakenne saavutetaan. Tällöin yritysarvo on maksimissaan.

Irrelevanttiusteoreema liikkuu täydellisen kilpailun kehyksissä, joka poikkeaa huomattavasti reaalimaailman tarjoamista markkinatilanteista. Yritysverojen lisääminen tarkastelun alaisuuteen vuonna 1963 teki mallista käytännönläheisemmän, sillä nykyisin yksi tärkeimmistä päätöksentekoon vaikuttavista taloudellisista instituutioista on juurikin verojärjestelmä. Verojärjestelmä saattaa tietyissä tilanteissa kannustaa yrityksiä suosimaan vieraan pääoman ehtoista velkarahoitusta oman pääoman ehtoisen rahoituksen sijaan. (Adedeji, 1998.)

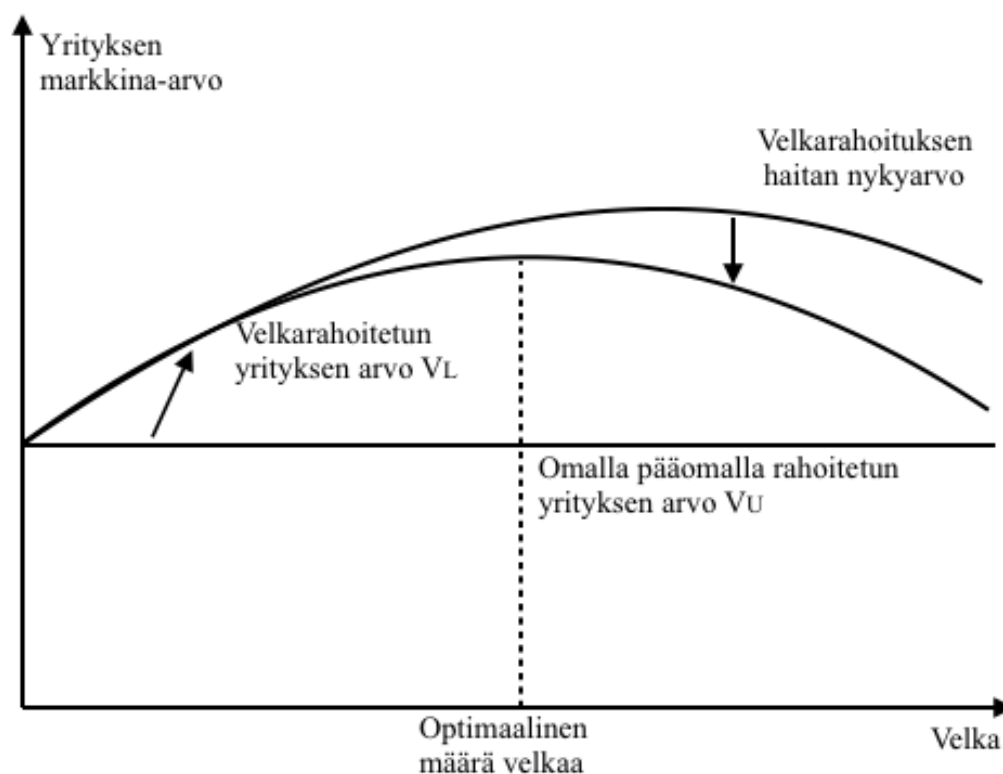
M&M irrelevanttiusteemaa on arvosteltu laajasti pääasiallisesti siksi, että teoreema ei huomioi markkinoiden epätäydellisyyksiä. Mikäli markkinoilla ei esiintyisi esimerkiksi transaktiokustannuksia, niin pankkisektori olisi täysin turha, sillä lainanannon ja -oton mittakaavaedut olisivat olemattomat. Yritysverojen ja transaktiokustannusten lisäksi muita vallitsevia markkinaepätäydellisyyksiä ovat esimerkiksi konkurssikustannukset, agenttikustannukset sekä eri sidosryhmien intressiristiriidoista johtuvat konfliktit (Luigi & Sorin, 2009). Teoreeman taustaoletus

täydellisistä markkinoista, ja sitä myötä myös ajatus pääomarakenteen irrelevanttiudesta yritysarvoon nähden, on myöhemmissä pääomarakenneteorioissa hylätty. Pääomarakenteen merkityksestä on saatu vahvistusta lukuisien eri tutkimuksien empiriasta, jotka yksimielisesti osoittavat, että vallitsevista markkinoiden epätäydellisyyksistä johtuen, yritykset tapaavat suosia tiettytyyppistä rahoitusmuotoa. Kun tämän tyyppistä preferointia esiintyy, niin yrityksen pääomarakenteen voidaan olettaa olevan kytköksissä yritysarvoon. (Leppiniemi & Lounasmeri, 2018, luku 4; Bevan & Danbolt, 2002.)

3.2 Trade off -teoria

M&M vuoden 1963 artikkeli toi velkarahan verohelpotukset pääomarakennetutkimuksen keskiöön. Kraus ja Litzenberger (1973) osoittavat, että yritykselle voidaan määrittää optimaalinen pääomarakenne etsimällä tasapaino velkarahoituksen verohelpotusten ja odotettujen konkurssikustannusten välillä. Uusi teoria nimettiin trade off -teoriaksi ja sen mukaan optimaalisen pääomarakenteen, ja siten maksimaalisen yritysarvon, saavuttaakseen, yrityksen tulee kasvattaa velan osuutta pääomarakenteestaan niin pitkään, kunnes lainan lisäyksestä aiheutuva hyöty on pienempi, kuin siitä maksettava kustannus (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Trade off -teorian mukaan velan hyödyt ja haitat ovat aikasidonnaisia, ja ne vaihtelevat markkinatilanteiden ja muuttuvien toimintaympäristöjen myötä. Frank ja Goyal (2009) osoittavat, että veroasteen nostaminen kasvattaa velkarahoituksesta saatavia hyötyjä. Näin ollen mitä suuremmaksi yritysverokanta asetetaan, sitä enemmän yritysten tulisi suosia vieraan pääoman ehtoista rahoitusta pääomarakenteessaan, toimialasta ja olemassa olevasta rahoitusrakenteesta huolimatta. Teorian mukaan suuret yritykset ovat keskimäärin velkaantuneempia, sillä yrityskoon kasvu kohentaa yrityksen velansietokykyä. Yrityskoon kasvaessa lainanantajat myös tyypillisesti alentavat korkotasoaan, ja tällöin yrityksen on mahdollista hankkia vieraan pääoman ehtoista rahoitusta edullisemmin, kuin aiemmin. Yleisesti ottaen yrityksen optimaalinen velkaantumisaste on yksilöllinen, heterogeeninen, ja täysin identtisiä pääomarakenteita on lähes mahdotonta löytää. Mainittakoon kuitenkin, että mikäli tarkasteltavat yritykset edustavat samaa toimialaa, voivat eroavaisuudet kyseenomaisten yritysten pääomarakenteissa kaveta hyvinkin pieniksi.

Trade off -teorian implisiittisten oletusten mukaan yrityksen optimaalinen pääomarakenne muodostuu ainoastaan sen velkarahoituksen tarpeesta, eli siitä, että velan hyödyt ja haitat ovat tasapainossa (Faulkender & Petersen, 2005). Trade off -teoria on mahdollista mallintaa alaspäin aukeavalla paraabelilla, jonka lakipisteeseen asti yrityksen tulisi lisätä vieraan pääoman ehtoista rahoitusta, sillä tähän pisteeseen saakka lisävelan tuottama hyöty ylittää siitä aiheutuneen kustannuksen. Pisteen saavuttamisen jälkeen tilanne muuttuu luonnollisesti päinvastaiseksi, ja tällöin lisävelan ottaminen pienentää yritysarvoa. Lakipiste kuvastaa siis yrityksen optimaalista pääomarakennetta, toisin sanottuna pääomasuhdetta, jossa yritysarvo on maksimissaan.



Kuvio 1. Optimaalinen pääomarakenne trade off -teorian näkökulmasta (mukaillen Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Kuviosta 1 nähdään, että velkaisen yrityksen markkina-arvo V_L muuttuu velkasuhteen kasvaessa, kun taas velattoman yrityksen markkina-arvo V_U pysyy vakiona.

Vaikka optimaalisen pääomarakenteen nähdään olevan täysin tapaus- ja aikasidonainen, on olemassa tiettyjä, yleisesti tunnistettuja, piirteitä, jotka täyttäessään yrityksen tulisi suosia velkarahoitusta osana pääomarakennettaan. Mikäli yritys omistaa huomattavan määrän aineellista omaisuutta tai sen kassavirrat pitävät sisällään verovähennyskelpoista menoa, yrityksen tulisi käyttää korkeampaa velkaantumistasetta. Oman pääoman ehtoista rahoitusta tulisi käyttää yritysten, jotka koostuvat pääasiassa aineettomista, heikosti tuottavista, omaisuuseristä. (Brealey & Myers, 2003.)

Trade off -teorian mukaan yritysten rahoituskäyttäytyminen voi olla myös kurinpidollista erityisesti silloin, kun yrityksen vapaa kassavirta muodostuu korkeaksi (Gonzales & Gonzales, 2012). Yritysjohdon käytössä olevaa vapaata kassavirtaa voidaan pienentää kasvattamalla velkarahoituksen suhteellista osuutta yrityksen pääomarakenteesta, sillä tällöin kasvaneet pääoman juoksevat kulut ja lainapääoma vähentävät vapaan kassavirran määrää – velka kuluineen on maksettava takaisin. Näin ollen velkarahoitus on keino estää yritysjohtoa käyttämästä vapaata kassavirtaa omiin henkilökohtaisiin toimiinsa, kuten esimerkiksi liikematkoihin ja bonuksiin. Toisaalta myös osingonmaksulla saavutetaan samankaltainen vapaata kassavirtaa vähentävä vaikutus. (Dang, 2013; Frank & Goyal, 2009; Jensen, 1986.)

Trade off -teorian suosio yritysten selittävänä pääomarakenneteorianana on johtanut siihen, että teoriasta on vuosien saatossa kehitelty useita eri versioita, jotka ovat keskenään varsin erilaisia jo lähtöoletustenkin osalta. Osa versioista käsittelee yrityksen kassavirtoja eksogeenisinä (Fischer ym., 1989; Goldstein ym., 2001; Strebulaev, 2007), ja erottavat yrityksen investointi- ja rahoituspäätökset toisistaan. Kassavirtojen endogeeniset teorianmallit puolestaan käsittelevät yrityksen investointi- ja rahoituspäätöksiä yhtenä kokonaisuutena (Brennan & Schwartz, 1984; Mello & Parsons, 1992; Mauer & Triantis, 1994; Hennessy & Whited, 2005; Titman & Tsyplakov, 2007; Tserlukevich, 2008).

Tutkijoilla on erilaisia näkemyksiä trade off -teorian luotettavuudesta. Esimerkiksi Titman ja Wessels (1988) esittävät, että yrityksen tuottavuuden ja velkaantumistasen välillä vallitsee käänteinen korrelaatio, joka on vastoin trade off -teorian idealismia. Myös Myers (1993) identifioi tämän saman käänteisen

korrelaation. Toisaalta Bradley ym. (1984) osoittavat, että yrityksen optimaalinen velkaantuneisuus ja syntyneet taloudelliset kustannukset ovat negatiivisessa korrelaationsuhteessa ja näin osoittaessaan liittyvät trade off -teorian tukijoiden puolelle. Myös Hackbarth, Hennessy ja Leland (2007) toteavat, että trade off -teoria kykenee selittämään yritysten valikoituneita pääomarakenteita riittävällä tarkkuudella pääfokuksen ollessa vieraan pääoman käytöstä aiheutuvan hyöty-haittasuhteen punnitsemisessa.

3.3 Pecking order -teoria

Pecking order -teorian keskiössä on ajatus, että eri pääomalajit voidaan järjestää keskenään hierarkkiseen järjestykseen (Dang, 2013). Tämä asetelma juontaa juurensa siitä, että teorian mukaan yrityksen sisäisillä sidosryhmillä on käytettävissään enemmän tietoa yrityksen riskeistä ja tulevaisuuden suunnasta, kuin ulkopuolisilla sijoittajilla. Syntynyttä informaation epätasapainoa kutsutaan epäsymmetriseksi informaatioksi. (Adrienn, 2014.) Pecking order -teoria on tunnetuin epäsymmetriseen informaatioon perustuva pääomarakenneteoria ja sitä pidetään yleisesti trade off -teorian vastakohtana, mutta tästä huolimatta teorialiikkeet eivät ole toisiaan poissulkevia, vaan niitä on mahdollista tarkastella rinnakkain (Gonzales & Gonzales, 2012). Pecking order -teoria sai nostetta osakseen etenkin 1980-luvulla, kun perinteinen trade off -teoria oli kykenemätön selittämään osakehintojen poikkeuksellista käyttäytymistä (Denis, 2012).

Myers (1984) esittää, että yritykset suosivat sisäistä liiketoiminnan tulorahoitusta ennen ulkoista pääomarahoitusta. Sisäinen oma pääoma, tulorahoitus, on rahoitustyypeistä turvallisempi, sillä se on riskitöntä, eikä siihen liity arvostusongelmaa. Jos yrityksen liiketoiminnasta kertynyt tulorahoitus ei riitä kattamaan yrityksen investoinneista koituneita rahoitustarpeita, ja yritys tarvitsee toimiakseen ulkoista rahoitusta, niin rahoitusaliijäämä täytetään ensisijaisesti velkarahalla, joka on ulkoisen rahoituksen lähteistä riskittömin. (Myers, 2001; Frank & Goyal, 2009.) Myers ja Majluf (1984) argumentoivat, että sijoittajat näkevät oman pääoman ehtoisen rahoituksen lisäämisen signaloivan yrityksen markkina-arvon yliarvostuksesta, josta yritysjohto nyt osakkeiden liikkeellelaskulla pyrkii hyötymään. Vieraan pääoman kustannukset ovat huomattavasti pienemmät kuin

oman pääoman kustannukset, sillä sijoittavat vaativat omalle pääomalle korkeaa tuottoa kompensaaiona pääomatyyppin korkeahkosta riskisyydestä. Myös korkeista informaatiokustannuksista, osakkeiden liikkeellelaskun aiheuttamista transaktiokustannuksista ja mahdollisista väärinarvostuksista johtuen, omaa pääomaa lasketaan liikkeelle varsin harvoin (Myers, 1984). Uusien osakkeiden liikkeellelasku aiheuttaa myös pecking order -teorialle tyypillisen ali-investointiongelman, jolla tarkoitetaan vanhojen osakkeiden arvonalaskua osakkeiden jälkiannin yhteydessä, vaikka teorian lähtöoletuksissa yritysjohton nähdään aina toimivan vanhojen osakkeenomistajien edun mukaisesti (Harris & Raviv, 1991).

Toisin kuin trade off -teoria, pecking order -teoria ei oleta yrityksellä olevan optimaalista pääomarakennetta, vaan pääomarakennemuutosten taustatekijäksi katsotaan yksinomaan ulkoisen rahoituksen tarve. Yritysten velkaantuneisuus perustuu liiketoiminnan kassavirtoihin, eikä velkarahoituksen hyöty- ja haittapuoliin: pääomarakenne kertoo yrityksen kumulatiivisesta ulkoisen rahoituksen tarpeesta (Myers, 2001). Fama ja French (2002) toteavat, että yrityksen sisäisen rahoituksen ollessa riittämätöntä investointien rahoittamiseksi, yrityksen vieraan pääoman käyttö kasvaa. Tämä puoltaa pecking order -teorian näkemystä siitä, että vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on yritysten näkökulmasta ulkoisen rahoituksen lähteistä houkuttelevin.

Pecking order -teorian esittämä velkarahan ylivoimaisuus suhteessa muihin ulkoisen rahoituksen edustajiin ei päde tilanteessa, jossa tarkasteltava yritys on jo pahasti velkaantunut, sillä lisävelan ottaminen johtaa jo muutoinkin korkean rahoitusriskin kasvamiseen. Pelkona on, että rahoitusriski kasvaa sietämättömän suureksi muodostaen ylitsepääsemättömän esteen liiketoiminnan jatkamiselle. Mikäli yrityksen odotetut konkurssikustannukset muodostuvat korkeiksi, tulisi yrityksen suosia oman pääoman ehtoista rahoitusta. Näin toimivat esimerkiksi useat high-tech kasvuyritykset, joiden yritysarvo on pitkälti sitoutunut aineettomiin varallisuuseriin. (Brealey ym., 2009.) Oman pääoman ehtoinen rahoitus ei kuitenkaan todellisuudessa ole vain epätoivoisten, jo pahasti velkaantuneiden, toimijoiden rahoitusmuoto: Fama ja French (2005) osoittavat, että yritykset liikkeelle laskevat ja takaisinostavat osakkeita varsin tiheään, eikä oman pääoman ehtoista rahoitusta voida siten käsitellä yrityksen viimeisenä rahoituskeinona investointien ja liiketoiminnan rahoittamiseksi.

3.4 Markkinoiden ajoitusteoria

Markkinoiden ajoitusteoria eroaa vahvasti aiemmin esitellyistä pääomarakenneteorioista siinä, että sen mukaan syyt pääomarakenteen muodostumiselle ovat behavioristisia. Teorian kantavan ajatuksen mukaan yrityksen tekemät rahoituspäätökset riippuvat yksinomaan vallitsevasta talous- ja markkinatilanteesta, eikä niiden tarkasteleminen erillisenä funktiona ole mielekäästä (Frank & Goyal, 2009). Markkinoiden ajoitusteoria olettaa pääomamarkkinoiden toimivan ajoittain tehottomasti, joka aiheuttaa heilahteluita rahoitusinstrumenttien hintaan. Tästä pääomamarkkinoiden tehottomuudesta johtuen oman pääoman ehtoinen rahoitus voi olla edullisempaa, kuin velkaehtoinen rahoitus. Stein (1996) esittää, että minimoidakseen rahoituskustannuksensa yritys johdon tulee hyödyntää näitä epätehottomuuksista syntyviä markkinaheilahteluja rahoituspäätöksissään. Yritykset toimivat rationaalisesti ja rahoittavat toimintaansa instrumentilla, joka on tarkasteluhetkellä edullista. Tällöin voidaan olettaa yritysten velkaantuneisuuden kuvastavan yritys johdon pyrkimyksiä liikkeelle laskea osakepääomaa markkina-arvostuksen ollessa korkea. Yritykset puolestaan ostavat omia osakkeitaan takaisin, kun markkinat hetkellisesti aliarvostavat yrityksen osaketta. (Bruinshoofd & Haan, 2012.) Sama ajatusmalli pätee myös velka- ja välirahoitusinstrumentteihin: jos velkarahoitus on erittäin edullista, sitä voidaan pitää yrityksen ensisijaisena rahoituskeinona jopa ennen sisäistä tulorahoitusta. Jos pääomalajien kustannukset nousevat liian korkeiksi, yritys voi lykätä rahoituspäätöstä ja laittaa suunnitellun investointinsa jäihin. Toisaalta, jos pääomamarkkinoilta on saatavissa rahoitusta epätavallisen edullisesti, voi yritys hankkia rahoitusta, vaikka varsinaista tarvetta sille ei tietyllä hetkellä olisikaan. (Frank & Goyal, 2009.)

Markkinoiden ajoitusteoria ei tunnista yrityksellä olevan optimaalista pääomarakennetta, sillä sen mukaan muodostunut pääomarakenne on seurausta vaihtelevien markkinatilanteiden pohjalta tehdyistä rahoituspäätöksistä (Luigi & Sorin, 2009). Huang ja Ritter (2009) toteavat, että pääomalajien historialliset kustannukset, joihin menneisyydessä tehty rahoituspäätökset on pohjattu, vaikuttavat vahvasti yritysten vallitseviin pääomarakenteisiin. Toisin kuin edellä esitetyt pääomarakenneteoriat, markkinoiden ajoitusteoria ei tee oletuksia rahoituspäätöksiin vaikuttavista taustatekijöistä, mikä rajoittaa sen käytännön

reliabiliteettia. Teorian mukaan yrityksen pääomarakenne saattaa muodostua ainoastaan yritysjohtoon rationaalisen optimoinnin tuloksena. (Frank & Goyal, 2009.) Knüpfer ja Puttonen (2014) antavat kuitenkin tukea ajoitusteorialle todetessaan sekä oman- että vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hinnan vaihtelevan jatkuvasti muuttuvien markkinatilanteiden myötä.

Taulukko 2. Rahoitushierarkiat (mukaillen Huang & Ritter, 2004).

Normaalit markkinaolosuhteet	Kun ulkoinen oma pääoma on edullisempaa kuin velka	Kun ulkoinen oma pääoma on erittäin edullista, ja velka kallista
1) liiketoiminnan tulorahoitus	1) liiketoiminnan tulorahoitus	1) ulkoinen oma pääoma
2) velkarahoitus	2) ulkoinen oma pääoma	2) liiketoiminnan tulorahoitus
3) ulkoinen oma pääoma	3) velkarahoitus	3) velkarahoitus
Kun ulkoinen oma pääoma on todella edullista, ja velka edullista	Kun velka on todella edullista, ja ulkoinen oma pääoma kallista	Kun velka on todella edullista, ja ulkoinen oma pääoma on edullista
1) ulkoinen oma pääoma	1) velkarahoitus	1) velkarahoitus
2) velkarahoitus	2) liiketoiminnan tulorahoitus	2) ulkoinen oma pääoma
3) liiketoiminnan tulorahoitus	3) ulkoinen oma pääoma	3) liiketoiminnan tulorahoitus

Esitys erilaisista rahoitushierarkioista: pääomalajin suhteellisen hinnan muuttuessa yritysjohtoon preferenssit käytettävien rahoitusinstrumenttien suhteen muuttuvat.

4 YRITYKSEN PÄÄOMARAKENTEeseen VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

Yritysten pääomarakenteisiin vaikuttavia tekijöitä on tutkittu paljon. Tässä tutkielmassa yritysjohtoon rahoituspäätöksiin joko suoraan tai välillisesti vaikuttavista tekijöistä käsitellään yrityskoko, yrityksen kasvuvauhti, kannattavuus ja aineellisen omaisuuden määrä. Pääomarakennetutkimuksessa vallitsee yhteisymmärrys siitä, että nämä esitettävät yrityskohtaiset tekijät vaikuttavat yritysten rahoitusrakenteisiin.

4.1 Yrityskoko

Yrityskoon kasvaessa konkurssin todennäköisyys alenee. Suurten yritysten rahoitusrakenne pitää sisällään enemmän velkaehtoisia rahoitusinstrumentteja, kuin pienempien yritysten. (Antoniou ym., 2008.) Syyt siihen, miksi suuryritykset suosivat velkarahoitusta, ovat moninaisia. Yrityskoon kasvu johtaa alentuneisiin konkurssi- ja agenttikustannuksiin, mikä kannustaa yritystä kasvattamaan velkarahoituksen osuutta pääomarakenteestaan. Yrityskooltaan merkittävät yritykset nauttivat vapaammasta pääsystä velkainstrumenttien markkinoille ja myös lainarahoituksen hinta laskee, kun epäsymmetrisen informaation tuottamat haitat pienenevät yrityskoon kasvun myötä (Charalambakis & Psychoyoyis, 2012). Yleistäen voidaan sanoa, että velkaantuneisuus riippuu positiivisesti yrityksen koosta (Frank & Goyal, 2009).

Tutkimuksen populaatio ja sen mahdolliset rajaukset voivat vaikuttaa siihen, kuinka vahvaksi korrelaatio yrityskoon ja velkaantuneisuusasteen välillä muodostuu. Tallbergin ym. (2008) tutkimuksessa tarkastellaan yhdysvaltalaisyriyten pääomarakenteita, ja heidän aineistonsa 50 suurimman yrityksen yrityskoon ja velkaantuneisuusasteen välinen korrelaatio muodostui negatiiviseksi, vaikka kokoaineiston korrelaatio pysyi positiivisena. Poikkeuksellista havaintoa Tallberg ym. selittävät sillä, että yrityskoon kasvaessa yrityksen liiketoiminta globalisoituu entisestään, jonka myötä myös valuuttasuojauksen merkitys korostuu. Frank ja Goyal (2009) toteavat, että matalan market-to-book -tunnusluvun omaavien yritysten velkaantuneisuus selittyy paremmin yrityskoon kasvulla, kuin sellaisten yritysten, joiden markkina-arvostus on korkea (korkea market-to-book -tunnusluku).

Yrityksen keskimääräinen pääoman kustannus alenee, kun yrityskoko kasvaa. Velkaehtoisen rahoituksen lisäksi myös oman pääoman ehtoisen rahoituksen hinta laskee, sillä sijoittajat uskovat liiketoiminnan olevan sitä riskittömämpää, mitä suuremmaksi yrityskoko kasvaa. Yrityskoon kasvaessa sijoittajat alentavat vaatimaansa riskipreemiota, jonka seurauksena myös yrityksen oman pääoman ehtoinen rahoitus on edullisempaa, kuin aiemmin.

4.2 Kasvu

Market-to-book -tunnusluku on erittäin tärkeä ja yleisesti käytetty liiketoiminnan kasvun mittari alan kirjallisuudessa. Tämä tunnusluku kertoo yrityksen markkinaperusteisesta kasvusta ja se vertaa yrityksen varojen markkina-arvoa ja tämän varallisuuden substanssiarvoa keskenään (Charalambakis & Psychoyois, 2012). Yrityksen substanssiarvo saadaan, kun yrityksen varoista vähennetään yrityksen velat. Frank ja Goyal (2009) osoittivat, että market-to-book -tunnusluku on luotettava mittari yrityskasvulle, vaikka tilanteessa, jossa markkinat hinnoittelivat yrityksen osakepääoman väärin, yrityksen market-to-book -tunnusluvun luotettavuus kärsii.

Yritystoiminnan nopean kasvun taustalla on usein oman pääoman ehtoisen rahoituksen hyödyntäminen. Korkean kasvuasteen omaavat yritykset kärsivät tyypillisesti velkarahoituksen tuottamista ongelmista (Dang, 2013). Frank ja Goyal (2009) esittävät, että liiketoiminnan ja investointitarpeiden kasvu vaikuttaa yrityksen vapaaseen kassavirtaan negatiivisesti vähentäen sitä. Liiketoiminnan kasvu nostaa intressiriitoja sidosryhmien välille ja sen seurauksena yrityksen agentti- ja konkurssikustannukset kasvavat. Korkean kasvuasteen yritysten rahoitusrakenne nojaa oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen sekä pankki- että markkinapohjaisissa talouksissa (Antoniou ym., 2008). Yhtenäistä sisäistä konsensusta yrityksen kasvuvauhdin ja vallitsevan rahoitusrakenteen välillä olevasta korrelaatiosta ei kuitenkaan ole, sillä esimerkiksi Gonzales ja Gonzales (2012) tulevat tutkimuksessaan siihen tulokseen, että korkean kasvuasteen yritykset ovat velkaantuneempia, kuin yritykset, jotka omaavat maltillisemmän kasvuvauhdin.

Yritykset voivat käyttää vieraan pääoman ehtoista rahoitusta myös kurinpidollisena työkaluna pienentämään vapaan kassavirran tuottamaa ongelmaa. Vapaata kassavirtaa yritykset voivat käyttää vaihtoehtoisesti joko osingonmaksuun tai investointiensa rahoittamiseksi. Osingonjakopolitiikka on näin ollen mitä todennäköisimmin yhteydessä yrityskasvun ja velkaantuneisuuden väliseen korrelaatioon. Jos yritys ei maksa lainkaan osinkoja, niin korrelaatio investointien ja velkaantuneisuuden välillä muodostuu positiiviseksi (Fama & French, 2002).

4.3 Kannattavuus

Kannattavuus on liiketoiminnan perusedellytys ja yrityksen toiminnan tarkoituksena on odotettujen tuottojen maksimointi (Brealey ym., 2014, s. 785). Yrityksen liiketoiminta on sitä kannattavampaa, mitä pienemmäksi lisärahoituksen hankkimisen tarve muodostuu. Kannattavuuden tunnuslukuja ovat esimerkiksi yrityksen nettotulosprosentti, koko pääoman tuotto-prosentti sekä sijoitetun pääoman tuotto-prosentti (Niskanen & Niskanen, 2013, s. 57).

Wald (1999) esittää, että kannattavuus on tärkein yksittäinen tekijä, joka vaikuttaa yrityksen pääomarakenteeseen ja velkaantuneisuusasteeseen. Mitä kannattavampaa yrityksen liiketoiminta on, sitä suuremmaksi sisäinen tulorahoitus muodostuu. Ideaalitulanteessa kannattavan yrityksen kaikki investointitarpeet kyetään kattamaan vain tulorahoitusta hyödyntäen, eikä tällöin yrityksen ulkopuoliselle rahoitukselle ole tarvetta.

Danisin ym. (2014) mukaan taloudellisen tilanteen salliessa yritykset tyypillisesti lyhentävät velkojaan ja näin toimien vahvistavat pääomarakenteitaan. Tämä tutkimus antaa tukea optimaalisen pääomarakenteen olemassaololle, sillä tilanteen niin salliessa yritykset pyrkivät kohti tavoitteellista rahoitusrakennettaan vähentämällä vieraan pääoman ehtoisia rahoituseriä. Vieraan pääoman suhteellinen osuus yrityksen rahoitusrakenteesta pienenee, kun yrityksen kannattavuus kasvaa – ne ovat siis negatiivisessa korrelaationsuhteessa keskenään. Useat tutkimukset osoittavat, että kannattavilla yrityksillä velan suhteellinen osuus yrityksen rahoitusrakenteesta on alhaisempi, kuin yrityksillä, joiden kannattavuustaso ei ole yhtä hyvä (Hall ym., 2004; Daskalakis, 2008). Kannattavat yritykset näyttävät toimivan pecking order -

teorian mukaisesti ja suosivat näin ollen tulorahoitusta ensisijaisena rahoitusmuotonaan.

4.4 Aineellinen omaisuus

Yrityksen omaisuus voidaan jakaa aineellisiin ja aineettomiin omaisuuseriin, joiden keskinäiseen suhteeseen yrityksen toimiala vaikuttaa vahvasti. Aineelliset omaisuuserät pitävät sisällään yrityksen aineelliset hyödykkeet, kuten esimerkiksi vaihto-omaisuuden ja rakennukset. Yrityksen aineelliseen omaisuuteen liittyy vain harvoin arvostamisongelmia, jotka vaikuttaisivat yritysjohdon rahoituspäätöksiin (Frank & Goyal, 2009). Yrityksen aineettomat omaisuuserät puolestaan kohtaavat usein arvostamisongelman, sillä tämän omaisuustyyppin erät, kuten patentit ja liikearvo, ovat vaikeasti arvostettavissa yrityksen ulkopuolisten sidosryhmien toimesta.

Aineellisen omaisuuden suuri osuus yrityksen taserakenteesta ennustaa korkeata velkaantuneisuusastetta (Faulkender & Petersen, 2005; Dang, 2013). Aineellinen omaisuus tuo yritykseen vakautta, sillä sitä voidaan käyttää vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen vakuutena. Velkavakuudet alentavat yrityksen keskimääräistä vieraan pääoman kustannusta siitä huolimatta, että velkaantuneisuusasteen noustessa yrityksen odotetut konkurssikustannukset kasvavat. Velkarahoitusta rahoitusrakenteessaan suosivien yritysten markkina-arvo on usein korkeampi, kuin yritysten, joiden rahoitusrakenne ei ole yhtä velkainen (Harris & Raviv, 1991). Yksi syy tähän on se, että mahdollisessa konkurssitilanteessa yrityksen aineellisella omaisuudella on edelleen markkina-arvoa, kun taas yrityksen aineettomat omaisuuserät menettävät usein arvonsa. Aineellisesta omaisuudesta tehtävät poistot tarjoavat yritykselle myös veroetuja.

Myers (2001) toteaa, että markkinointiyritykset, joiden varallisuus koostuu lähtökohtaisesti aineettomasta omaisuudesta, omaavat usein matalan velkaantuneisuusasteen. Aineeton omaisuus ei generoi yritykselle verovähennyskelpoista menoa ja tästä syystä yrityksellä, jonka omaisuus koostuu aineettomista omaisuuseristä, ei ole kasvaneita intressejä velkarahoituksen käyttöön.

5 PÄÄOMARAKENNETEORIOIDEN TUTKIMUSTULOKSIA

Faulkender ja Petersen (2005) osoittavat, että pääomarakennetutkimuksen empiriassa yrityksen pääomarakenteen katsotaan muodostuvan yrityskohtaisten ominaisuuksien perusteella. Yleisesti tunnistettuja rahoitusratkaisuihin vaikuttavia ominaisuuksia ovat yrityksen koko, kasvuvauhti, kannattavuus ja aineellinen omaisuus. Yrityksen menneisyyden kumulatiivinen vaikutus on nähtävissä sen kannattavuustasosta ja aineellisen omaisuuden määrästä, kun taas kasvu ja yrityskoko ovat tekijöitä, jotka heijastelevat yrityksen tulevaisuuden suuntaa (Frank & Goyal, 2009). Näiden jo mainittujen yrityskohtaisten muuttujien lisäksi myös yrityksen taloudellisen toimintaympäristön on todettu vaikuttavan yritysjohtoon rahoituspäätöksiin. Toimintaympäristö vaikuttaa yrityksen pääomarakenteeseen lakien, instituutioiden ja käytössä olevien tilinpäätöskäytäntöjen kautta. (Antoniou ym., 2008.) Myös makrotaloudellisilla tekijöillä ja vallitsevilla talouden suhdannesykleillä on yhteys yritysten pääomarakenteisiin.

Yritysten rahoituspäätöksiin keskittyvässä tutkimuksessa käsitellään pääasiallisesti suuria, usein monikansallisia, pörssiyrityksiä. Pienten ja keskisuurten yritysten uupuminen tutkimusaineistosta selittyy pitkälti niistä saatavilla olevan aineiston puutteellisuudesta. Tämän yrityssektorin edustajat ovat vain harvoin kansainvälisen tarkastelun ja standardien alaisuudessa: pääsy kansainvälisille markkinoille on usein estynyt, sillä mittakaavaetujen hyödyntäminen on tyypillisesti keskeneräistä, toisin kuin monikansallisilla pörssiyrityksillä. Pienten ja keskisuurten yritysten usein vajavainen julkisuuskuva tekee tämän kokoluokan edustajista vähemmän houkuttelevia tutkimuskohteita, kun niitä verrataan suuriin ja julkisuuskuvaltaan yhtenäisiin yrityksiin. (Hall ym., 2004.) Gonzales ja Gonzales (2012) havaitsivat, että tarkasteltavien yritysten koko vaikuttaa olennaisesti saatuihin tutkimustuloksiin ja tämän vuoksi yrityskokoa kontrolloimalla tutkimustulosten luotettavuutta on mahdollista parantaa. Havainto antaa tukea pääomarakennetutkimukselle, joka on pitkälti keskittynyt suuryritysten tarkasteluun.

Frank ja Goyal (2003) tutkivat pecking order -teoriaa julkisesti noteeratuilla yhdysvaltalaisyrityksillä vuosina 1971 - 1998. Heidän tutkimuksensa osoittaa, että tarkasteltavista yrityksistä moni oli rahoitusaliijäämäinen: yritysten investointitarpeet

kyettiin vain harvoin kattamaan tulorahoituksella, mikä johti tarkasteltavissa yhdysvaltalaisyrityksissä vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen suosimiseen. Frank ja Goyal kuitenkin toteavat, ettei havaittu rahoitusaliäämäisyys yksinään selitä vieraan pääoman käyttöä. Epäjohdonmukaisuudet teorian ja empiiristen havaintojen välillä saattoivat johtua siitä, että oman pääoman rooli yrityksissä korostui ajan kuluessa – oman pääoman merkitys markkinatilanteiden muuttuessa ei ole stabiili. Velkarahan käyttö ensisijaisena rahoitusaliäämän täyttäjänä tukee pecking order -teorian esittämää rahoitushierarkiaa. Rahoitushierarkian mukainen toiminta näyttää yleistyvän sitä mukaan, mitä suuremmaksi yrityskoko kasvaa. (Frank & Goyal, 2003.)

Frank ja Goyal jatkoivat työtään pääomarakenneteorioiden parissa ja julkaisivat vuonna 2009 tutkimuksen, joka tarkastelee pecking order -teorian lisäksi myös trade off -teoriaa. Frankin ja Goyalin vuoden 2009 tutkimusaineisto koostuu amerikkalaisten pörssilistattujen yritysten taloudellisista tiedoista vuosien 1950 ja 2003 välillä. Tutkimuksessa käy ilmi, että yrityskoon kasvaessa, myös yrityksen keskimääräinen velkaantuneisuusaste kasvaa. Yrityskoon kasvun lisäksi myös vallitseva inflaatio, aineellinen omaisuus ja toimialan kilpailullisuus vaikuttavat positiivisesti yritysten velkaantumiseen. Pääomarakenteen velkapainotteisuus aiheuttaa ongelmia etenkin riskisillä liiketoiminta-alueilla toimivien yritysten jokapäiväiseen yritystoimintaan ja tästä syystä Frank ja Goyal (2009) toteavat, että riskialttiiden yritysten tulisi suosia markkinoiden keskiarvoa alhaisempaa velkaantuneisuusastetta.

Samoilla toimialoilla toimivien yritysten pääomarakenteet ovat usein samankaltaisia, mutta yritysten velkaantuneisuus vaihtelee myös toimialojen sisällä (Brealey ym., 2014, s. 466). Yritykset joiden omaisuus koostuu lähinnä aineellisista omaisuuseristä ovat keskimäärin velkaisempia kuin yritykset, joiden yritysarvo on pitkälti sitoutunut aineettomiin omaisuuseriin (Frank & Goyal, 2009). Paljon aineellista omaisuutta omistavista yrityksistä hyvänä esimerkkinä toimivat pankkisektorin yritykset. De Angelo ja Stulz (2015) tutkivat pankkien pääomarakenteita ja heidän tutkimuksessaan pankkien päätehtäväksi muodostuu likviditeetin tuottaminen. De Angelon ja Stulz havainnollistavat mallin, joka sisältää markkinapremio likvidille velalle. Mallissa ei kuitenkaan huomioida muita kannustimia velkarahoituksen

käytölle, kuten esimerkiksi velan korkomaksujen verovähennyskelpoisuutta. Tutkimuksen mukaan pankit, joiden hallinnoitava varallisuus koostuu pitkälti riskipitoisista varallisuuseristä, sisällyttävät pääomarakenteeseensa paljon likvidiä, turvallista, velkaa, sillä turvallinen velka ohjaa likviditeettipreemiota. Pankkisektorin edustajien pyrkimys likvidin velan tuottamiseen on johtanut siihen, että sektorin edustajat ovat keskimäärin velkaisempia, kuin muut yritykset. (De Angelo & Stulz, 2015.)

Chen ja Chen (2011) tutkivat taiwanilaisten elektroniikkayhtiöiden pääomarakenteisiin vaikuttavia tekijöitä. Tutkimuksen aineisto koostuu 305 samalla toimialalla toimivasta yrityksestä, joten se antaa relevanttia tietoa Taiwanin elektroniikkateollisuuden pääomarakenteista. Tutkimuksen empiriasta käy ilmi, että yritysten velkaantumiseen vaikuttavat päätekijät ovat yrityksen kannattavuus ja odotetut kasvunäkymät. Kasvuyritykset rahoittavat toimintansa pääosin ulkoisella pääomarahoituksella, etenkin ulkoisella omalla pääomalla, kun taas kannattavat yritykset kykenevät usein rahoittamaan toimintansa sisäisellä liiketoiminnan tulorahoituksella. Chen ja Chen tekevät johtopäätöksen, että sekä trade off -teoria että pecking order -teoria kykenevät selittämään yritysjohton rahoituspäätöksiä ja vallitsevia pääomarakenteita tasavertaisesti.

Dong ym. (2012) tutkivat markkinoiden ajoitusteorian ja pecking order -teorian vaikutuksia kanadalaisten pörssiyritysten rahoitusratkaisuihin vuosina 1998 - 2007. Tutkimustulokset osoittavat, että yritys ajoittaa osakeantinsa ja osakkeiden takaisinostot sen markkina-arvostuksen mukaan vain, mikäli yritys on taloudellisesti hyvässä kunnossa. Vieraan pääoman ehtoista rahoitusta käytetään, jos yritys ei kykene hyötymään osakkeiden yliarvostuksesta markkinoilla. Jos markkinat puolestaan aliarvostavat yrityksen osakepääomaa, niin velkarahoitus on yrityksen ensisijainen pääomarahoitusmuoto. Tutkimuksen empiriasta nousee esiin havaintoja, jotka tukevat sekä pecking order -teoriaa että markkinoiden ajoitusteoriaa, mutta yleisesti ottaen tutkimuksessa havaittu yritysjohton rahoituskäyttäytyminen tukee ensisijaisesti markkinoiden ajoitusteoriaa.

Vertailevaa pääomarakennetutkimusta on tehty myös valtioiden välillä. Fan, Titman ja Twite (2012) tarkastelevat yrityksen pääomarakenteen, yhteiskunnan ja

yrittäjäympäristön välistä yhteyttä. Heidän tutkimuksensa käsittää 39 valtiota sekä kehittyneistä että kehittymättömistä maista. Fan, Titman ja Twite saavat vahvaa näyttöä siitä, että valtioiden oikeus- ja lakijärjestelmät yhdessä muiden ympäristötekijöiden kanssa vaikuttavat julkisesti noteerattujen yritysten pääomarakenteisiin. Nämä tekijät vaikuttavat myös yrityksen rahoitussuunnittelun aikajänteeseen eli siihen, suositanko yrityksessä pitkän vai lyhyen aikajänteen omaavaa velkarahoitusta.

Yksi tärkeimmistä tulorahoituksen edullisuuteen vaikuttavista tekijöistä on yhteisöveroaste. Eri maiden yhteisöveroasteissa on merkittäviä maakohtaisia eroavaisuuksia, jotka on huomioitava yritysten rahoituspäätöksiä tarkasteltaessa. Bancel ja Mittoo (2004) osoittavat, että mitä suuremmaksi yrityksen yhteisöveroprosentti kasvaa, sitä vähemmän tilikauden tulos kasvattaa taseen omaa pääomaa. Korkea yhteisöveroprosentti pienentää liiketoiminnan tulorahoitusta ja tällöin yritys on riippuvaisempi ulkoisesta pääomarahoituksesta. Täten yhteisöveroprosentti vaikuttaa tulorahoituksen ja velkarahoituksen osuuksiin yrityksen rahoitusrakenteessa.

6 YHTEENVETO

Tässä tutkielmassa tarkastellaan yritysarvon ja yrityksen pääomarakenteen välistä yhteyttä johtavien pääomarakenneteorioiden perspektiivistä. Kandidututkielmassa esitetyt pääomarakenneteoriat trade off -teoria, pecking order -teoria ja markkinoiden ajoitusteoria dominoivat tällä hetkellä pääomateoriakeskustelua. Pääomarakennetutkimuksen tarjoaman empiirisen evidenssin valossa voidaan todeta, etteivät esitetyt teoriat ole toisiaan poissulkevia, eikä niiden rinnakkainen tarkastelu aiheuta ristiriitoja. Pitkällä aikajänteellä, yritykset asettavat itselleen usein tavoitteellisen velkaantuneisuusasteen, jota kohti yritysjohto rahoitussuunnittelullaan pyrkii. Tavoitteellisen velkaantuneisuusasteen olemassaolo osoittaa, että trade off -teoria ohjaa yritysten pääomarakennratkaisuja etenkin pitkällä tarkasteluperiodilla. Pecking order -teoria ja markkinoiden ajoitusteoria puolestaan selittävät hyvin yritysten lyhyen aikavälin rahoitusratkaisuja.

Nykyään pääomarakennetutkimuksen yleinen konsensus on, että yrityksen rahoitusratkaisut vaikuttavat yritysarvoon. Yritykset eivät operoi täydellisillä markkinoilla ja näin ollen yrityksen pääomarakenne ei ole irrelevantti. Yrityksen pääomarakenne on erittäin tärkeä strateginen tekijä yritysjohtoon päätöksenteossa ja useat empiiriset tutkimukset osoittavat yrityksen rahoitusrakenteen vaikuttavan yritysarvoon. Miller (1977) toteaa, että erisuuruuksista veroasteista huolimatta optimaalista pääomarakennetta on mahdotonta määrittää yksittäiselle yritykselle. Optimaalinen pääomarakenne näyttää olevan täysin tapauskohtainen ja sen tarkka määrittäminen on erittäin haastavaa.

Rahoitusrakenteen ja yritysarvon välisen suhteen lisäksi tässä kandidututkielmassa tutkitaan ja havainnollistetaan tekijöitä, jotka vaikuttavat yritysjohtoon rahoitusratkaisuihin. Tunnistetuista yrityksen rahoitusratkaisuihin vaikuttavista yrityskohtaisista tekijöistä voidaan johtaa seuraavat johtopäätökset:

- 1: Yrityskoon kasvu lisää velkaantuneisuutta.
- 2: Kasvuodotukset vähentävät velkaantuneisuutta.

3: Yritystoiminnan kannattavuus vähentää velkaantuneisuutta.

4: Aineellinen omaisuus lisää velkaantuneisuutta.

Esitettyjen yrityskohtaisten tekijöiden lisäksi yritysten rahoitusratkaisuihin vaikuttavat myös useat ulkoiset tekijät. Aikaisemmat tutkimukset osoittavat, että liiketoimintaympäristö vallitsevine makrotaloudellisine tekijöineen vaikuttaa vahvasti pääomarahoituksen rahoituslajien keskinäiseen mielekkyyteen. Nykyinen negatiivinen korkoympäristö Euroopan talousalueella ajaa yritykset suosimaan vieraan pääoman ehtoista velkarahoitusta, sillä tämä rahoitustyyppi on tässä vakiintuneessa markkinaympäristössä edullista. Tämä tukee markkinoiden ajoitusteorian johtavaa ajatusta siitä, että yritysjohto pohjaa rahoituspäätöksensä vallitsevaan markkinatilanteeseen. Yritykset kuluttavat pääomalajia, joka on tarkasteluhetkellä edullista. Negatiivisen korkoympäristön lisäksi myös valtioiden verotusjärjestelmät kannustavat usein yrityksiä velkarahoituksen käyttöön. Pääomarahoituksen rahoituslajit eivät ole täydellisiä substituuotteja keskenään, sillä tällä hetkellä makrotaloudelliset tekijät puoltavat vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen käyttöä.

LÄHTEET

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance* 6(5), 438–445.
- Adedeji, A. (1998). Does the Pecking Order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting* 25(9), 1127–1155.
- Adrienn, H. (2014). Summary of theories in capital structure decisions. Annals of the University of Oradea, *Economic Science Series* 23(1), 912-918.
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 43(1), 59-92.
- Bancel, F. & Mittoo Usha R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: A Survey of European Firms. *Financial Management* 33(4), 103–132.
- Bevan, A.A. & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK a decomposition analysis. *Applied Financial Economics* 12(3), 159-170.
- Bradley, M., Jarrell, G.A. & Han Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance* 39(3), 857-878.
- Brealey, R.A. & Myers, S.C. (2003). *Principles of Corporate Finance* (7. painos). New York: McGraw Hill/Irwin.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2008). Brealey, Myers and Allen on valuation, capital structure and agency issues. *Journal of Applied Corporate Finance* 20(4), 49-57.
- Brealey, R.A. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11. uud. painos). New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Brennan, M.J. & Schwartz, E.S. (1984). Optimal financial policy and firm valuation. *The Journal of Finance* 39(3), 593-607.
- Bruinshoofd, W.A. & Haan, L. (2012). Market timing and corporate capital structure: a transatlantic comparison. *Applied Economics* 44(28), 3691-3703.
- Canarella, G., Nourayi, M.M. & Sullivan, M.J. (2014). An alternative test of the trade-off theory of capital structure. *Contemporary Economics* 8(4), 365-386.
- Charalambakis, E.C. & Psychoyios, D. (2012). What do we know about capital structure? Revisiting the impact of debt ratios on some firm-specific factors. *Applied Financial Economics*, 22(20), 1727-1742.

- Chen, L.J. & Chen, S.Y. (2011). How the Pecking-Order Theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies* 6(2), 1–9.
- Dang, V.A. (2013). Testing capital structure theories using error correction models: evidence from the UK, France and Germany. *Applied Economics* 45(2), 171-190.
- Danis, A., Rettl, D.A. & Whited, T.M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal of Financial Economics* 114(3), 424-443.
- Daskalakis, N. & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics* 18(1), 87–97.
- De Angelo, H. & Stulz, R. M. (2015). Liquid-claim production, risk management, and bank capital structure: Why high leverage is optimal for banks. *Journal of Financial Economics* 116(2), 219–236.
- Denis, D.J. (2012). The persistent puzzle of corporate capital structure: Current challenges and new directions. *Financial Review* 47(4), 631-643.
- Dong, M., Loncarski, I., Horst, J. & Veld, C. (2012). What drives security issuance decisions: Market Timing, Pecking Order, or both? *Financial Management*. 41(3), 637–663.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies* 15(1), 1-33.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2005). Financing decisions: Who issues stock? *Journal of Financial Economics* 76(3), 549-582.
- Fan, J., Titman, S. & Twite, G. (2012).). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(1), 23-56.
- Faulkender, M. & Petersen, M.A. (2006). Does the source of capital affect capital structure? *Review of Financial Studies* 19(1), 45-79.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* 67(2), 217–248.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management* 38(1), 1-37.
- Goldstein, R., Ju, N. & Leland, H. (2001). An EBIT-based model of dynamic capital structure. *The Journal of Business* 74(4), 483-512.
- Gonzales, V.M & Gonzales, F. (2012). Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data. *Applied Economics*, 44(36), 4745-4754.

- Hackbarth, D., Hennessy, C. & Leland, H. (2007). Can the Trade-Off Theory explain debt structure? *The Review of Financial Studies* 20(5), 1389-1428.
- Hall, G., Hutchinson, P. & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting* 31(5), 711-728.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance* 46(1), 297-355.
- Hennessy, C. & Whited, T. (2005). Debt dynamics. *The Journal of Finance* 60(3), 1129-1165.
- Huang, R. & Ritter, J. (2005). Testing the market timing theory of capital structure. University of Florida working paper.
- Huang, R. & Ritter, J. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(2), 237-271.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review* 76(2), 323-329.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2014). *Moderni rahoitus* (7. uud. painos). Helsinki: Talentum.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance* 28(4), 911-922.
- Leppiniemi, J. (2002). *Rahoitus*. Vantaa: Dark Oy.
- Leppiniemi, J. & Lounasmeri, S. (2018). *Yritysrahoitus*, E-kirja. Helsinki: Alma Talent Oy.
- Luigi, P. & Sorin, V. (2009). A review of the capital structure theories. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series* 18(3), 315-320.
- Mauer, C. & Triantis, A. (1994). Interactions of corporate financing and investment decisions: A dynamic framework. *The Journal of Finance* 49(4), 1253-1277.
- Mello, A.S. & Parsons, J.E. (1992). Measuring the agency cost of debt. *The Journal of Finance* 47(5), 1887-1904.
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance* 32(2), 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review* 53(3), 433-443.

- Morellec, E. (2001). Asset liquidity, capital structure and secured debt. *Journal of Financial Economics* 61(2), 173-206.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187–221.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 39(3), 574–592.
- Myers, S.C. (1993). Still searching for optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance* 6(1), 4-12
- Myers, S.C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15(2), 81–102.
- Mähönen, J. & Villa, S. (2012) *Osaakeyhtiö 2 – Pääomarakenne ja sen rahoitus*. Helsinki: Sanoma Pro Oy.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2013). *Yritysrahoitus* (7. uud. painos). Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Niskanen, J. & Niskanen, M. (2016). *Yritysrahoitus*, E-kirja. Helsinki: Edita Publishing Oy.
- Sarlija, N. & Hanc, M. (2012). The impact of liquidity on the capital structure: A case study of Croatian firms. *Business Systems Research* 3(1), 30-36.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51(2), 219–244.
- Stein, J.C. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *The Journal of Business* 69(4), 429-455.
- Strebulaev, I. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance* 62(4), 1747-1787.
- Tallberg, M., Winge, C., Frydenberg, S. & Westgaard, S. (2008). Capital structure across industries. *International Journal of the Economics of Business* 15(2), 181-200.
- Titman, S. & Tsyplakov, S. (2007). A dynamic model of optimal capital structure. *Review of Finance* 11(3), 401-451.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance* 43(1), 1–19.
- Tserlukevich, Y. (2008). Can real options explain financing behavior? *Journal of Financial Economics* 89(2), 232-252.

Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research* 22(2), 161-187.